

岩塚製菓の財務政策と中国旺旺

齋 藤 達 弘

この論文の目的は、新潟県長岡市に本社を置く岩塚製菓株式会社（以下、岩塚製菓）が、1990年から2018年までの29年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。岩塚製菓が資産として保有する中国旺旺控股有限公司（Want Want China Holdings Ltd.）の株式時価評価は、2014年には900億円を超え、岩塚製菓の株式時価総額のおよそ3倍になった。しかし、それは必ずしも財務政策の結果とはいえない。その倍率は2018年には2倍弱になっているが、資産として保有する株式の時価総額が株式を保有する企業の時価総額よりも大きいという上場企業として異常な状態にあることに変わりはない。中国旺旺控股有限公司の株式は、その一部を売却することにより利益とキャッシュ・フローを得る手段になっている。岩塚製菓の市場評価が中国旺旺控股有限公司の株式評価に大きく左右される異常な状態を解消する手段の一つはMBO（Management Buyout）による非公開化であるとする。

キーワード: 岩塚製菓, 中国旺旺控股有限公司 (Want Want China Holdings Ltd.), 企業成長, 財務政策, 株式時価総額の歪み, MBO (Management Buyout)

1. はじめに

この論文の目的は、新潟県長岡市に本社を置く岩塚製菓株式会社（以下、岩塚製菓と書く）が、1990年から2018年までの29年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。⁽¹⁾ 岩塚製菓は国内米菓業界において第3位のシェアを持ち、「お子様せんべい」や「味しらべ」などのロングセラー商品だけでなく、最近では品川女子学院の中学生とのコラボレーションによる「新潟のおせんべい屋さん」として知られている。⁽²⁾ また、現在、岩塚製菓は全国米菓工業組合の理事長企業であると同時に、新潟大手4社のうち唯一国産米100%を標榜する企業である。⁽³⁾

1988年1月8日、『日本経済新聞』（1988年1月8日付、朝刊、新潟経済）は「岩塚製菓は株式公開の本格準備に入った」と報じた。岩塚製菓は1987年に、決算期を11月から3月に変更し、監査法人と契約

この研究は科学研究費補助金（基盤研究(C)、課題番号23530431）の助成を受けている。ここに記して深謝する。

⁽¹⁾ 岩塚製菓の創業地は新潟県三島郡岩塚村大字飯塚十楽寺である。社名の岩塚は新潟県三島（さんとう）郡にあった村の名前である。1901年に岩田村と飯塚村が合併して岩塚村が誕生した。その岩塚村は1955年に三島郡の来迎寺村と塚山村、古志郡石津村と合併し、三島郡越路町となって消滅している。その後、三島郡越路町は2005年に長岡市に編入されている。

⁽²⁾ <http://www.iwatsukaseika.co.jp/shinajo/index.shtml>

⁽³⁾ 他の3社は亀田製菓、三幸製菓、栗山米菓である。新潟県における米菓産業の集積については、新潟県農業総合研究所食品研究センターと新潟県米菓工業協同組合との産学協同研究に注目する清水（2013）を参照されたい。

し、従業員持ち株会を設立し、取引先や役員への第三者割当により資本金を 9,000 万円から 8 億 6,200 万円に増やすなどして、株式公開の準備を進めてきていた。そして、1988 年 3 月期には売上高が 100 億円を超えようとしていた。

岩塚製菓の資本金は、1988 年 6 月、金融機関への第三者割当により 11 億 1,200 万円になっている。第三者割当の 1 株当たり発行価格は、1987 年 4 月の従業員持ち株会へは 1,000 円、1987 年 10 月の取引先や役員へは 8,300 円、そしてこの度の金融機関へは 10,000 円へと段々と高くなっている。金融機関への第三者割当が最後になっている理由は、当初からその予定であったのか、不足分を補うためであったのかはわからないが、メインバンク関係や株主対策を考える上で興味深いことである。

岩塚製菓は 1989 年 10 月 26 日、店頭登録市場において株式公開し、現在は JASDAQ 市場に上場している（証券コードは 2221）。そのときの有償一般募集価格は 16,000 円であった。店頭登録当時の社長、丸山智は、創業者と相談して 1986 年秋には株式公開を決めたと明かし、株式公開の狙いを「設備投資に必要な資金調達と、知名度アップによる人材確保だ。全国的な企業へと脱皮を図りたい」と語っている。⁽⁴⁾ しかし、岩塚製菓は上場来、これまでに一度も株式市場から資金調達していない。株主資本比率は十分に高く、負債による資金調達に余力があったからである。ところが、疑似資本のような長期借入金はなく、設備投資はもっぱら内部資金により賄ってきた。

岩塚製菓は当初から、新潟証券取引所ではなく店頭登録市場を念頭に置いていた。全国展開するためには東京で店頭登録という考えがあったと思われるのだが、『日本経済新聞』（1992 年 1 月 17 日付、朝刊、新潟経済）が明らかにしているように、取引所市場は上場審査が厳しく、審査基準が緩い店頭登録市場を目指したという事情があった。また、時はバブル真っ只中で、世界最大規模の金融センターに躍り出た東京の株式市場は活況を呈していて、その流れに乗り遅れないようにしたいという思いもあったであろう。店頭登録当時の社長、丸山智は「目標は東証二部上場だ。そのためには売上高は二百億円、経常利益で二十億円を安定して出せる体制が必要だ」と『日本経済新聞』（1989 年 10 月 26 日付、朝刊、新潟経済）のインタビューを締め括っている。

図 1 に岩塚製菓の株式時価総額の推移を示している。1989 年に店頭登録市場において株式公開したときの時価総額は約 100 億円であった。その後、バブル崩壊の影響を受け、1993 年には約半分の 50 億円にまで減少し、それから 10 年間、低迷したままであった。それが 2003 年から増加し始め、2006 年には 100 億円を回復し、2009 年から増加の勢いが増し、2012 年には約 200 億円、2014 年には 300 億円、2015 年には 400 億円を超えている。⁽⁵⁾

『日本経済新聞』（2014 年 1 月 10 日付、朝刊、「わかる財務」）は、「岩塚製菓は 1980 年代に製造技術を

(4) 『日本経済新聞』（1989 年 10 月 26 日付、朝刊、新潟経済）。

(5) 2015 年 3 月末日現在、1 株当たりの価格は 6,730 円である。単元株数は 100 株であるから、最低購入代金は 673,000 円となる。それがやや高いと意識したのか、2015 年 6 月 30 日、岩塚製菓は「投資単位の引下げに関する考え方及び方針等について」、「株式投資単位の引下げが株式市場の流動性を高め、個人投資家をはじめとする幅広い投資家層の拡大を促すための有効な施策のひとつと認識」しているが、「投資単位の引下げにつきましては、今後の株式市場の動向や当社株価の推移、売買状況、実施にかかる費用対効果等を総合的に勘案し、適切な投資単位の設定について引き続き検討してまいります」と発表している。

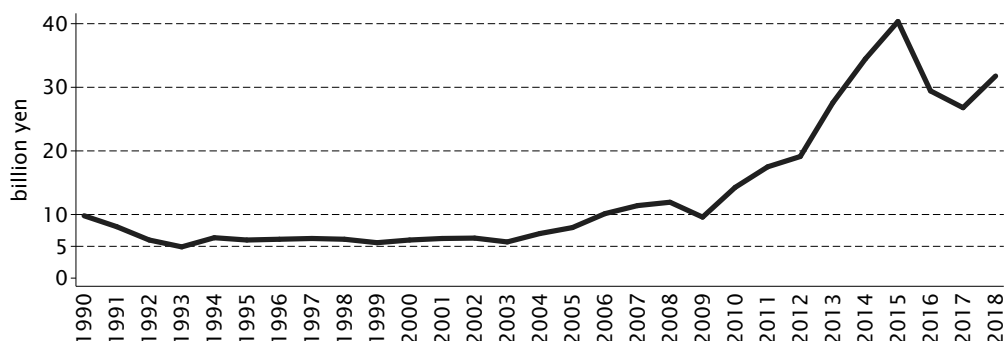


図 1. 株式時価総額

各年、3 月末の時価総額を示している。

供与した台湾系食品大手、中国旺旺 HD 株を約 5% 保有。中国旺旺 HD はその後急成長し香港市場に上場した。岩塚製菓の持つ株の時価は 900 億円で、同社の株式時価総額のおよそ 3 倍」と伝えた。⁽⁶⁾ 時価 900 億円の株式を所有する岩塚製菓の時価総額は少なくとも 900 億円を上回っていると考えられるであろう。ところが、300 億円で岩塚製菓の全株式を取得すれば、時価 900 億円の中国旺旺 HD の株式を入手できる状態にあった。この論文では、なぜこのような異常な状態になったのか、その経緯に焦点を当てて考察する。

「岩塚製菓の持つ中国旺旺 HD 株の時価は 900 億円で、同社の株式時価総額のおよそ 3 倍」という異常な状態は、敵対的な買収リスクを高めている恐れがある。そして、より重要なことは、岩塚製菓の株価が中国旺旺 HD の株価や配当金に左右される状態は、株式市場が岩塚製菓の本業を評価するという本来の役割を果たしていないことである。岩塚製菓が上場企業でなければこれらの問題は発生しないと考えると、MBO (Management Buyout) による非公開化は考慮に値する選択肢であろう。

この論文の構成はつぎのようである。第 2 節では岩塚製菓の経営状況について考察する。第 3 節では岩塚製菓が中国旺旺控股有限公司 (Want Want China Holdings Ltd.) の株式を保有するに至った経緯を説明する。第 4 節では「岩塚製菓の持つ中国旺旺 HD 株の時価は 900 億円で、同社の株式時価総額のおよそ 3 倍」という異常な状態をコーポレート・ファイナンスの視点から検討する。第 5 節はまとめである。なお、人物の敬称はすべて省略し、年月は引用も含めてすべて西暦で表記する。

2. 経営者と経営状況

2.1. 経営者

まずは岩塚製菓の歴代の代表取締役社長を見ておこう。

(6) 『日本経済新聞』(2018 年 12 月 9 日付、朝刊) は、ソフトバンクグループ (SBG) が保有する株式時価総額が約 22 兆円である一方で、SBG の株式時価総額が約 7 兆円である「コングロマリット・ディスカウント」状態を報じている。そのような状態は、複数の領域に事業を展開する複合企業体 (コングロマリット) の市場価値が、各事業の市場価値の合計よりも小さい、つまり割引 (ディスカウント) される現象として広く知られている。なお、岩塚製菓はこのケースには該当しない。

1954 年 4 月から	1975 年 4 月まで	平石金次郎	共同創業者
1975 年 5 月から	1986 年 11 月まで	槇計作	共同創業者
1986 年 12 月から	1998 年 5 月まで	丸山智	創業当時の生え抜きの社員
1998 年 6 月から	現在	まで 槇春夫	共同創業者の一人、槇計作の三男

岩塚製菓の原点は、平石金次郎と槇計作の二人が「地元、岩塚を小規模農業と出稼ぎから解放しよう」と 1947 年に始めた芋あめ製造にある。その後、水あめ、カラメルと事業を拡大し、米菓産業に進出した。共同創業者の一人、平石金次郎が初代社長に就いたが、越路町長に当選した後、65 歳で社長を退任した。平石金次郎の社長在任期間は 21 年に及んだ。2 代目社長に就いたもう一人の共同創業者である槇計作は、後に「製造の神様」とよばれることになるのだが、70 歳で社長を退任した。槇計作の社長在任期間は 11 年半であった。そして、3 代目の社長には 45 歳の丸山智が就いた。槇計作から丸山智への 25 歳の社長若返りを『日本経済新聞』（1986 年 12 月 25 日付、朝刊、新潟経済）は「トップが先頭に立って体質改善を進めるとの企業姿勢を明確にした」と評価している。丸山智は、岩塚中学校を卒業した後、1957 年 4 月に岩塚製菓の前身、岩塚農産加工場に入社した創業当時の生え抜きの社員であった。

槇計作から丸山智へと社長が交代する 1986 年当時、槇計作の三男、槇春夫は 35 歳の取締役で、社長就任にはやや若かった。⁽⁷⁾ 一方、もう 1 人の共同創業者、平石金次郎の長男、平石毅一は 46 歳の取締役であった。⁽⁸⁾ 後継社長として、年齢的には平石毅一が望ましいと思われるのだが、このとき 2 人の共同創業者は創業家の平石毅一を社長に選ばなかった。⁽⁹⁾ その後、1998 年 6 月に槇春夫が社長に就任するとき、『日本経済新聞』（1998 年 6 月 3 日付、朝刊、新潟経済）は「十二年ぶりに社長の座が創業家の一つに“大政奉還”されることになった」と報じている。

槇春夫は 1974 年に富山大学経済学部を卒業し、3 年弱、ダイエーに勤めた後、岩塚製菓に入社し、1983 年に 32 歳で取締役就任している。三男であった槇春夫は岩塚製菓に入社するつもりはなかった。しかし、第 2 次オイルショックにより経営が厳しくなり、父親から呼び戻されての転職であった。意に沿わない転職であったが、槇春夫の社長在任期間は 20 年に達している。なお、2013 年 6 月には槇春夫の長男、槇大介が 34 歳で取締役に就き、同族企業を存続させる道筋を付けている。⁽¹⁰⁾ 槇大介は、2015 年 2 月 21 日付で経営企画室と情報システム部（システム開発室を呼称変更）を管轄する経営企画本部長に、2016 年 4 月 1 日付で常務取締役・製造本部長兼 IPS（岩塚新生産方式）推進室長に就任している。⁽¹¹⁾

⁽⁷⁾ 長男は槇政男である。辻中（2006）によると、槇政男は海外事業を担当する経営陣であったというのだが、1990 年 3 月期の有価証券報告書の役員の状況には、その名前はない。その一方で、槇政男は 2014 年 3 月末時点で 3.37% を保有する大株主である。次男は家業（岩塚製菓）には関係せず、寿司屋を経営しているという。

⁽⁸⁾ 次男は平石俊夫である。平石俊夫は 1946 年に生まれ、1975 年に岩塚製菓に入社し、1985 年に常務取締役に就き、1988 年に子会社の株式会社新潟味のれん本舗の代表取締役社長として転出し、2000 年 6 月に岩塚製菓に戻り、取締役経営企画室長に就き、2005 年に退任している。

⁽⁹⁾ 平石毅一は 2002 年に取締役に退任し、2006 年から社外監査役に就いている。

⁽¹⁰⁾ 槇大介は 2006 年 5 月岩塚製菓に入社し、2009 年から 2 年間、蔡衍明の許へ修行に出ている。その後、2011 年 3 月に旺旺・ジャパン株式会社に取締役として入社している。

⁽¹¹⁾ 槇大介は 2016 年 4 月 1 日付で 37 歳の若さで取締役（経営企画本部長）から常務取締役に昇任しているのだが、同日付で常務取締役（管理本部長）の郷芳夫が専務取締役（経営企画本部長）に昇任している。その郷芳夫は 2018 年 4 月 1 日付で取締役に退

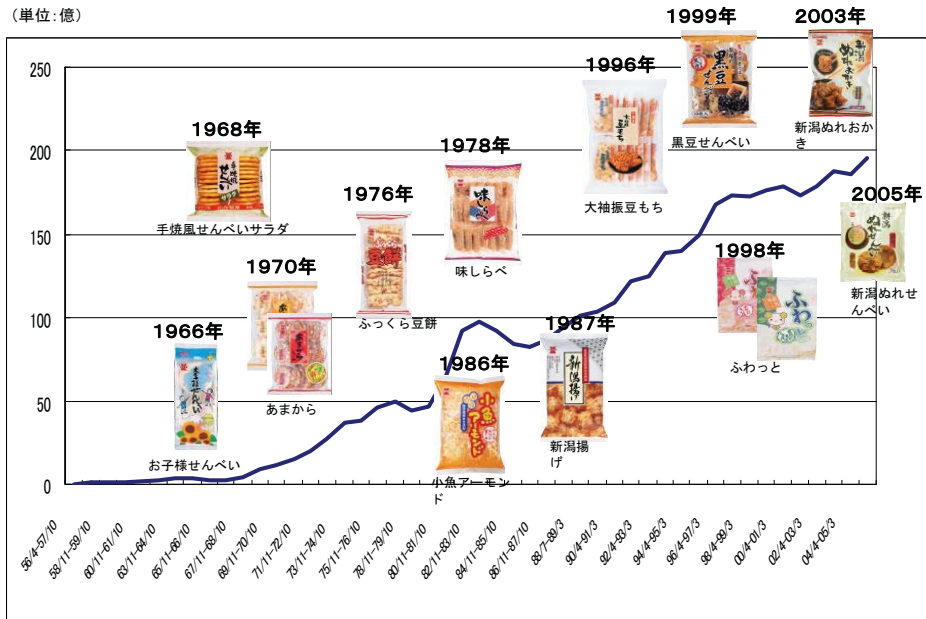


図 2. 岩塚製菓の商品の歴史

https://www.ose.or.jp/f/ir_tools/1648/6921/ir_report/1156311270421.pdf (現在はアクセスできない)

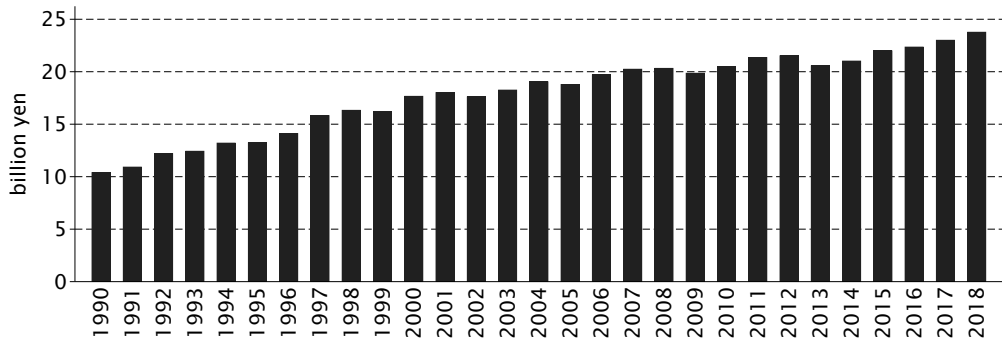


図 3. 売上高

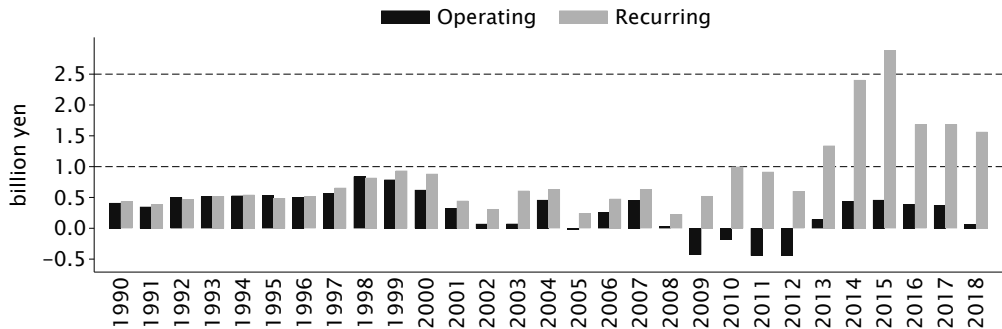


図 4. 営業利益 (Operating) と経常利益 (Recurring)

て、6月の株主総会で退任している。また、同日付で業務の効率化を図ることを目的に「経営企画本部」と「管理本部」が統合されて「経営管理本部」が新設され、経営管理本部長には常務取締役の阿部雅栄が着任している。

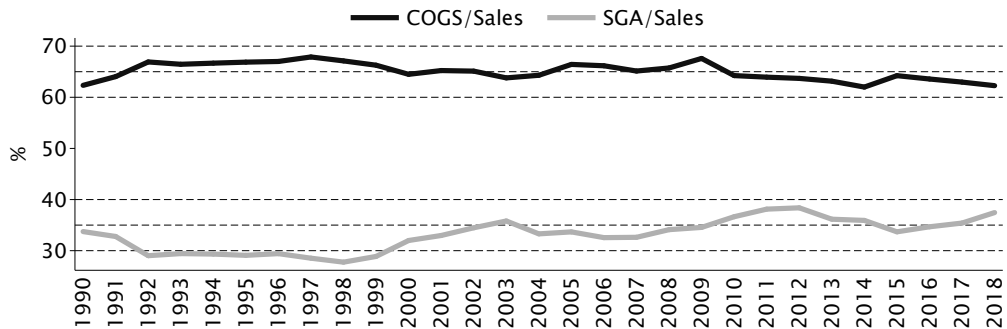


図 5. 売上高原価比率 (COGS/Sales) と売上高販管費率 (SGA/Sales)

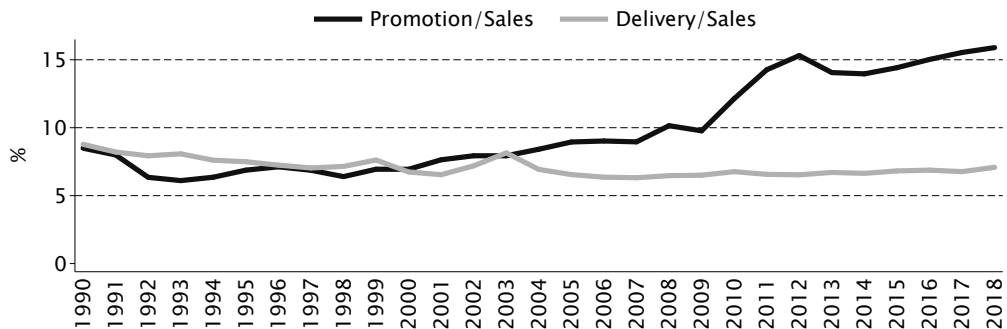


図 6. 売上高販売促進費率 (Promotion/Sales) と売上高発送配達費率 (Delivery/Sales)

2.2. 経営状況

これまでの経営状況を見ることにしよう。図 2 に商品の歴史を、図 3 に売上高を、図 4 に営業利益と経常利益を示している。図 2 には見覚えのある商品がいくつかあるだろう。そして、それらに共通する特徴は「スツととけるような口どけ、サクッとした食感」であろう。⁽¹²⁾ 売上高は上場当時（1990 年 3 月期）は約 100 億円であった。その後、順調に成長し、2008 年には、丸山智が目標に掲げた 200 億円に達している。営業利益（Operating）と経常利益（Recurring）を見ると、2000 年までは少しずつではあるが増加し、丸山智が目標に掲げた経常利益 10 億円に近づきつつあった。『日本経済新聞』（1999 年 4 月 14 日付、朝刊、新潟経済）は、岩塚製菓の売上高経常利益率は同業他社と比べてかなりの高水準にあると評価している。

しかし、営業利益は 2001 年から大きく減少し、不安定になる。と同時に、経常利益が営業利益を上回るようになり、2009 年からは営業利益がマイナスで、経常利益がプラスという期間が続くようになる。岩塚製菓は 2009 年に営業利益がマイナスになった理由を「原油価格の高騰による原材料や包装材料の価格高騰の影響を避けられず、販売価格競争がより熾烈なものになった」と説明している。2008 年 9 月に発覚した事故米不正転売事件の影響がまったくないとはいえないだろう。岩塚製菓は、新潟県長岡市に本社

(12) <http://www.iwatsukaseika.co.jp/knowledge/osenbeiokekakichigai.shtml>

を置く、国内唯一の米でんぶん製造会社、島田化学工業株式会社と取引があった。『新潟日報』（2008年9月19日付、朝刊）は、「消費者から不安の電話が絶えない」という岩塚製菓の困惑状況を伝えている。

1998年をピークに営業利益が低下する理由を図5と図6を用いて考察しよう。図5は売上高原価比率（COGS/Sales）と売上高販管費率（SGA/Sales）の推移を示している。図5を見ると、営業利益を押し下げている理由は、原油価格の高騰が招いた原材料や包装材料の価格高騰の影響を受ける売上原価ではなく、販売費及び一般管理費にあることがわかる。細野（2008, 58頁）は、売上高原価比率は事業の構造的採算性であり、よほどの構造変化がない限り、短期間に大きく変動することはないと指摘している。売上高原価比率は1997年から低下し、その後も65%前後を推移している。一方の売上高販管費率は1998年をボトムに上昇し続けている。これが営業利益を押し下げている原因である。

販売費及び一般管理費に占める割合の大きい販売促進費と発送配達費の対売上高比率を図6に示している。売上高発送配達費率（Delivery/Sales）はほぼ一定である一方で、売上高販売促進費率（Promotion/Sales）は徐々に上昇して2008年に10%に達し、2012年には15%に達している。図3に示したように売上高は2009年あたりに頭打ちになり、テコ入れのために販売促進費を掛け、その後、売上高は増えたものの利益には結びついていないという結果が見て取れる。『日本経済新聞』（2018年6月27日付、朝刊、新潟経済）は、岩塚製菓が人手不足による人件費の増加や原材料の価格上昇に対応するために、主力製品の製造ラインに外装や段ボール詰めを自動化する装置を導入し、生産性向上を急いでいると報じている。そして、そのような省力化投資により臨時雇用者の人件費を節約できるという。しかし、販管費を削減する方針は打ち出されていない。

図7に総資産と資本構成を示している。総資産は上場から2000年まではほとんど増加していない。その後、2001年から成長し始め、2006年からは成長速度が増している。上場当時、約67億円であった総資産は2014年には1,100億円に迫ろうとしている。総資産の成長とともに負債が増えているのだが、有利子負債が原因ではない。図8に有利子負債の残高推移を示している。短期負債が最も多い2010年でもその残高は約43億円で、そのときの総資産は約550億円であるから、大した比率ではない。2006年と2011年に長期借入金金が計上されているが、擬似資本のような長期負債はまったくない。これらの長期借入金については、設備投資との関係で後に取り上げる。株主資本と株式時価総額の関係を図9に示すMBレシオで確認しておこう。上場から数年間、MBレシオは1を上回っていたが、それから10年間は一貫して低下し、0.5をはさんで上下し、現在に至っている。

3. 業務提携から資本参加へ

3.1. 宜蘭食品工業有限公司との業務提携

『日経産業新聞』（1983年7月29日付）は、海外の日本食ブームの影響で岩塚製菓の煎餅の輸出が急増していることを伝えている。以前の輸出はあられが大半であったため、岩塚製菓の輸出はゼロであった

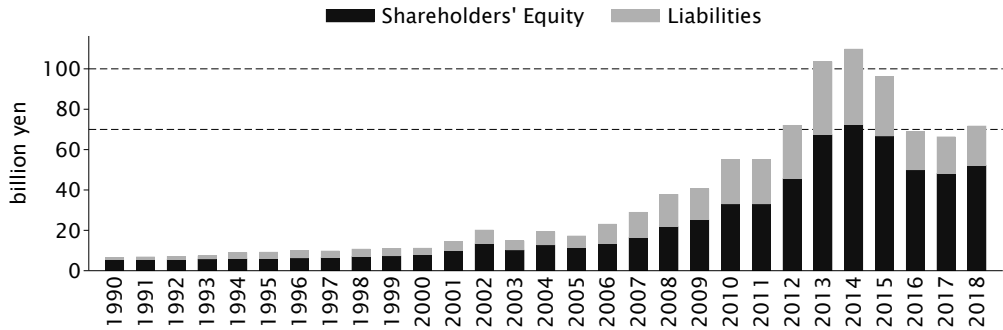


図 7. 総資産と資本構成

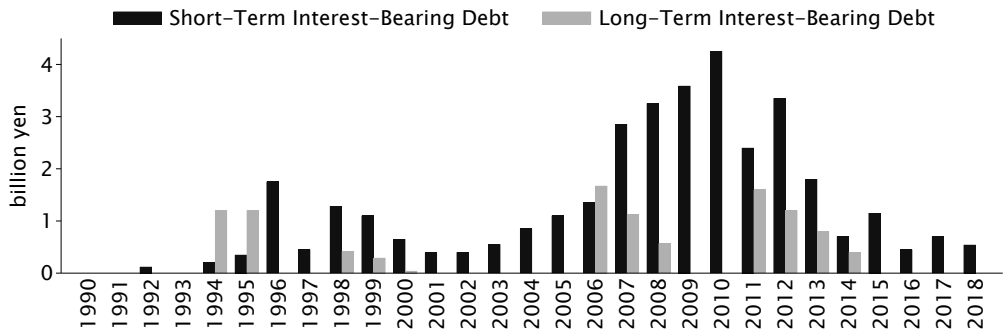


図 8. 有利子負債（短期と長期）

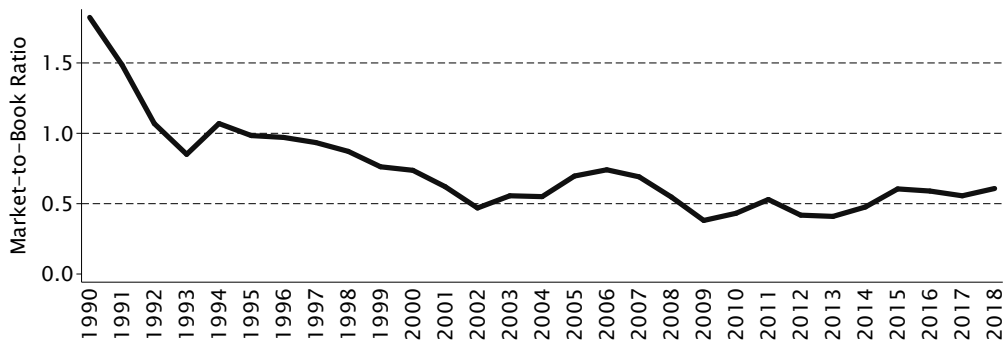


図 9. MB レシオ

という⁽¹³⁾ところが 1982 年に台湾が煎餅の輸入規制を解除したことから、岩塚製菓の台湾向け輸出が始まった。

そんな折、岩塚製菓の米菓（煎餅にクリームやチョコをサンドした）「サンフrend」に魅了された人物が台湾にいた。⁽¹⁴⁾ 台湾の宜蘭食品工業有限公司（以下、宜蘭食品と書く）の創業者、蔡衍明（Tsai

(13) 全国米菓工業組合 (<http://www.arare-osenbei.jp/make.html>) によると、あられはもち米からつくられ、煎餅は米からつくられる。あられと煎餅の違いは、あられはもち米をついた後、冷却してから成型する一方で、煎餅はうるち米をついた後にすぐに成型するという製造工程にある。あられは煎餅に比べて製造時間が長くなる。これらの違いはもち米とうるち米の特性の違いによる。

(14) 「サンフrend」はヒット商品といわれるのだが、岩塚製菓が考える主な商品には含まれていない (<http://iwatsuka.jp/>)

Eng-Meng)である。以下、蔡衍明(宜蘭食品)と岩塚製菓の関係については辻中(2006)を参照している。

宜蘭食品はキノコやアスパラガスの缶詰、果物のシロップ漬けの缶詰を製造販売していたが、営業不振にあえいでいた。岩塚製菓の「サンフレンド」に魅了された蔡衍明は台湾で煎餅を製造販売しようと考え、岩塚製菓の社長、榎計作に手紙を出して業務提携を懇願した。60歳代半ばの榎計作は、直談判のために来日した20歳代半ばの蔡衍明の熱心さに根負けし「あなたがそこまで言うならば提携しましょう。失敗したら、私は社長を辞めます」と言って受け入れた。榎計作は「縁としかいいようがない」と回顧している。⁽¹⁵⁾

宜蘭食品は1983年6月から岩塚製菓の指導(技術者2人を派遣)を受けて煎餅の製造販売を始めた。『日本経済新聞』(1998年6月3日付、朝刊、新潟経済)は、岩塚製菓は1960年代から1970年代にかけてタイであられを生産していたが、品質管理に失敗した経験があり、それを教訓に自らが進出するのではなく、技術供与(ロイヤリティの受取)にとどめたと解説している。それから約3年の後、『日本経済新聞』(1986年3月25日付、朝刊、新潟経済)は、宜蘭食品が台湾の米菓市場で80%のシェアを持っていることを伝えている。

その後も、岩塚製菓と宜蘭食品の提携関係は、岩塚製菓が技術指導員2人を交代で駐在させ、宜蘭食品の幹部5、6人が毎年、1週間、岩塚製菓で研修を受けるというかたちで進んだ。宜蘭食品の売上高は約40億円、うち米菓が約28億円で、台湾の米菓市場のシェアは85%にまで高まった。岩塚製菓は、プラザ合意の後の円高で、輸出よりも現地生産が有利だと判断し、宜蘭食品で生産した米菓を第三国に輸出するなど提携関係を強化し、宜蘭食品から日本に向けた商品として、くだもの加工を考え、自社の多角化を企図した。それは自社の海外化でもあった。⁽¹⁶⁾

『日本経済新聞』(1990年6月8日付、朝刊、新潟経済)は、岩塚製菓と宜蘭食品が、台湾産の餅米を原料に、あられやおかきなどを製造し、台湾だけでなく東南アジアに輸出するための合弁会社「台湾岩塚製菓股份有限公司」(以下、台湾岩塚製菓と書く)を設立することを報じた。資本金は5,500万台湾元で、出資比率は現地企業優先と考えて、宜蘭食品が55%、岩塚製菓が45%とした。岩塚製菓の1991年3月期の有価証券報告書には、「関係会社株式」として、2,475万台湾元(1億4,081万4,000円)が計上されている。翌1992年には宜蘭食品への投資を3倍に増やした。1992年3月期の有価証券報告書には、「関係会社株式」として、7,875万台湾ドル(4億1,149万円)が計上されている。『日本経済新聞』(1993年8月17日付、朝刊、新潟経済)は、国内事業とは別に、それぞれの地元の原料(コメ)を活用したアジア経済圏での米菓普及に努めることで、米菓市場が拡大し、ロイヤリティ収入が増えると書いている。岩塚製菓は1984年7月に宜蘭食品と米菓の製造技術契約を結び、一定額のロイヤリティを受け取っていた。

ayumi.html).

⁽¹⁵⁾ <http://toyokeizai.net/articles/-/7894/>

⁽¹⁶⁾ 『日本経済新聞』(2018年8月7日付、朝刊、新潟経済)は、岩塚製菓が北米市場の開拓に向けて、シアトルに米菓の輸入販売を手掛ける子会社(資本金は90,000米ドル、社長は榎春夫)を設立することを報じている。数年後の目標売上高は年間5億円とのことで、海外進出について慎重な姿勢を崩していない。

宜蘭食品は順調に成長し、台湾での米菓シェアは 90% を握るに至った。蔡衍明は「台湾は 2,300 万の人口、中国は十数億の人口、将来性があると考え、大陸に進出した」。⁽¹⁷⁾ 当時、中国にはお菓子といえるものはほとんどなく、煎餅をきれいに包装して販売することを思い付いたという。川嶋 (2012) は、1993 年、宜蘭食品が中国・湖南省で開催される煎餅の展示会のために商品を持ち込んだものの、契約が履行されなく、行き場を失った煎餅を小中学校の児童・生徒たちに無料で配布し、それがきっかけで子どもたちに知られるようになったことを紹介している。それ以降、宜蘭食品は顧客セグメントを子どもに絞り、「旺仔 (旺旺坊や)」と呼ばれる男の子のキャラクターを使ったりして子どものニーズを満たす商品を開発し始めた。蔡衍明が大陸の進出先として内陸部にある湖南省の省都、長沙市を選んだ理由は、旺旺が初の進出外資で、沿海部よりも当局からの優遇が多く得られるだろうという計算であったという。⁽¹⁸⁾

『日経産業新聞』(1993 年 6 月 24 日付) は、宜蘭食品が中国・長沙市の近郊に単独で設立した現地法人「湖南旺旺食品有限公司」に対して、岩塚製菓が「旺旺仙貝」の生産ラインを整備し、現地社員を教育することを伝えている。「旺」(ワン) は「栄える」や「盛り上がる」、「元氣」という意味で、それを重ねた「ワンワン」は英語の「one and one」の意味「次から次へ」に通じ、仙貝の中国語読みが日本語の「せんべい」に似ていることから「旺旺仙貝」という名前になった。川嶋 (2012) によると、台湾では「旺旺仙貝」は先祖や神を祭るときの供え物として広く市場に浸透しているという。『日本経済新聞』(1994 年 7 月 8 日付、朝刊、新潟経済) は、岩塚製菓が湖南旺旺食品から日本へ研修生 (女性社員 26 人) を受け入れ、宜蘭食品との連携を強化することを伝えている。そのために岩塚製菓は約 1 億円を掛けて社員寮を増築した。

中国・長沙市の近郊に「湖南旺旺食品有限公司」を設立した翌年、『日本経済新聞』(1994 年 7 月 8 日付、朝刊、新潟経済) は「岩塚製菓、中国展開を加速」と見出しを付け、中国・杭州市に現地法人「杭州旺旺食品有限公司」(以下、杭州旺旺食品と書く) を設立し、現地生産に着手することを報じた。台湾岩塚製菓が休眠状態であった国営の米菓工場を買収し、資本金 1 億円を全額出資した。中国で米菓が急速に普及し、杭州は大市場の上海に近い立地であることから進出を決めたという。社名を岩塚ではなく旺旺としていることから、このときすでに「旺旺仙貝」のブランドが浸透し始めていたのであろう。

3.2. 旺旺集團有限公司の株式公開

1995 年、岩塚製菓は台湾・中国での事業を再編することになる。合併会社である台湾岩塚製菓を解散し、それを宜蘭食品が合併し、岩塚製菓は、宜蘭食品と宜蘭食品の中国ビジネスを統括する持ち株会社の香港法人「旺旺集團有限公司 (Want Want Holdings Ltd.)」(以下、WWHL と書く) に投資する形式に再編した。⁽¹⁹⁾ 岩塚製菓が 1 億円を投資して単独で中国進出した杭州旺旺食品も、WWHL の傘下に入るようになった。とは言うものの、杭州旺旺食品との関係に変化はなく、『日本経済新聞』(1995 年 10 月 13 日付、朝刊、新潟経済) は、杭州旺旺食品のうち米菓工場が完成し、日本から最新鋭の機械設備を持ち込

(17) <http://toyokeizai.net/articles/-/7894/>

(18) <https://www.ys-consulting.com.tw/column/2175.html>

(19) 『日本経済新聞』(1995 年 5 月 11 日付、朝刊、新潟経済)。

み、従業員 600 人体制で本格稼働に入ると伝えている。

1996 年 5 月 16 日、WWHL はシンガポール株式市場に株式を上場した。⁽²⁰⁾『日本経済新聞』(1996 年 5 月 22 日付、朝刊、新潟経済)は「岩塚製菓は WWHL の約 6% の出資に踏み切っている」と書いている。岩塚製菓の 1996 年 3 月期の有価証券報告書には、「投資有価証券」として、宜蘭食品工業股份有限公司に 7,875 万台湾ドル (4 億 1,149 万円) と、Leading Guide Corporation に 2 億 200 万 5,000 円が記載されている。この Leading Guide Corporation は WWHL の 100% 子会社である。このとき岩塚製菓から WWHL への投資金額は合わせて 6 億 1,349 万 5,000 円となっていた。

WWHL がシンガポール株式市場に上場したことにより、岩塚製菓の貸借対照表における WWHL への投資有価証券は、2000 年 3 月までは低価法 (洗い替え方式) により評価されていたのだが、2001 年 3 月期からは制度改正があり時価法により評価されることになった。1997 年 3 月期から 2002 年 3 月期までの有価証券報告書にはつぎのように記載されている。

決算期	保有株式数	貸借対照表計上額
1997 年 3 月	2,035 万 8,758 株	6 億 8,895 万 8,000 円
1998 年 3 月	2,443 万 510 株	6 億 8,895 万 8,000 円
1999 年 3 月	2,931 万 6,613 株	6 億 8,895 万 8,000 円
2000 年 3 月	2,931 万 6,613 株	6 億 8,895 万 8,000 円
2001 年 3 月	2,931 万 6,613 株	42 億 8,614 万 7,000 円
2002 年 3 月	2,931 万 6,613 株	96 億 983 万 9,000 円
2003 年 3 月	6,449 万 6,548 株	48 億 5,430 万 3,000 円

2000 年 3 月期 (低価法) から 2001 年 3 月期 (時価法) にかけて、WWHL の評価額が 35 億 9,718 万 9,000 円だけ増加している。この評価替えの仕訳は、実効税率を 40% と仮定すると、

(資産の部)		(負債の部)	
投資有価証券	35 億 9,718 万 9,000 円	繰延税金負債	14 億 3,887 万 5,600 円
		(純資産の部)	
		その他有価証券評価差額金	21 億 5,831 万 3,400 円

となる。このように、投資有価証券の評価額が増加すると、負債と純資産の両方が増加する。図 7 に示した負債の増加はこのような繰延税金負債の増加である。2002 年 3 月期には、岩塚製菓が保有する WWHL の評価額は約 96 億円に達するのだが、このときの岩塚製菓の株式時価総額は約 63 億円であった。そして、このような逆転現象はその後も続くことになる。

2002 年 3 月期から 2003 年 3 月期に保有株式数が大幅に増えている。岩塚製菓は 2000 年 3 月期に投資有価証券として WWHL ワラント、1,548 万 6,000 円を計上している。それが値上がりし、2001 年 3 月期には 7,809 万 5,000 円に、2002 年 3 月期には 4 億 7,267 万 9,000 円に増えている。しかし、2003 年 3 月期に WWHL ワラントは計上されていない。2002 年 4 月から 2003 年 3 月までの間に何らかの取引があったことになる。

(20) 『日経金融新聞』(1996 年 5 月 8 日付) は、台湾や中国の事業を統括する会社の持ち株会社をシンガポールに設立して上場することを新手的資金調達方法と説いている。共同主幹事として日本からは大和証券が参加していて、日本でも投資家向け説明会が開催された。

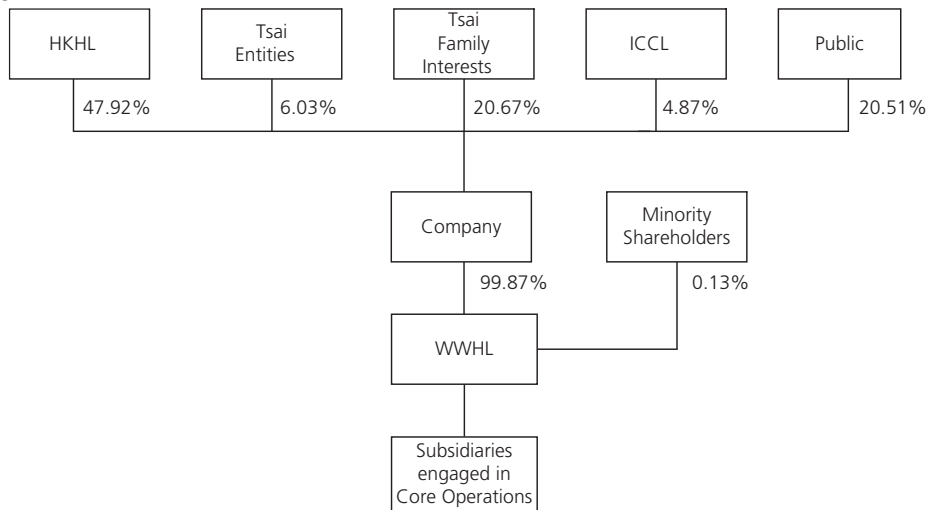


図 10. 旺旺集團有限公司 (Want Want Holdings Ltd.) の再編

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2008/0311/00151_299858/E113.pdf

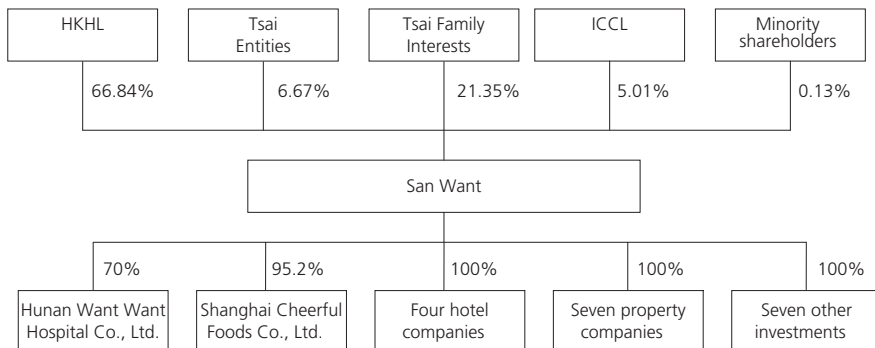


図 11. 神旺控股有限公司 (San Want Holdings Ltd.) の株主構成

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2008/0311/00151_299858/E115.pdf

2002 年 4 月から 2003 年 3 月までの間の投資活動によるキャッシュ・フローに照らして、ワラントとして売却したのであれば投資有価証券の売却による収入（損益計算書には投資有価証券売却益が計上）になるのだが、該当する金額は見当たらない。一方、ワラントを権利行使し、WWHL 株を購入したのであれば、投資有価証券の取得による支出になる。投資有価証券の取得には 5 億 4,814 万 6,000 円の支出が記載されている。加えて、その他有価証券で時価のあるもの（株式）の取得原価が約 4 億 7,000 万円、増えている。2002 年 3 月期と 2003 年 3 月期の有価証券明細表を比べると WWHL 株以外に変化はなく、これらのことから、このとき岩塚製菓は WWHL 株に追加投資したと推測する。1996 年 3 月期の有価証券報告書の「投資有価証券」で確認できる 6 億 1,349 万 5,000 円と合わせると、ここまでの投資総額は約 11 億円になる。図 15 で確認することになるのだが、WWHL からの配当金が増え始めた時期での追加投



図 12. 香港証券取引所における Want Want China Holdings Ltd. の株価（香港ドル）推移（2008 年 3 月 26 日から 2014 年 8 月 25 日まで）。

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=0151.HK+Interactive#symbol=0151.HK;range=my>

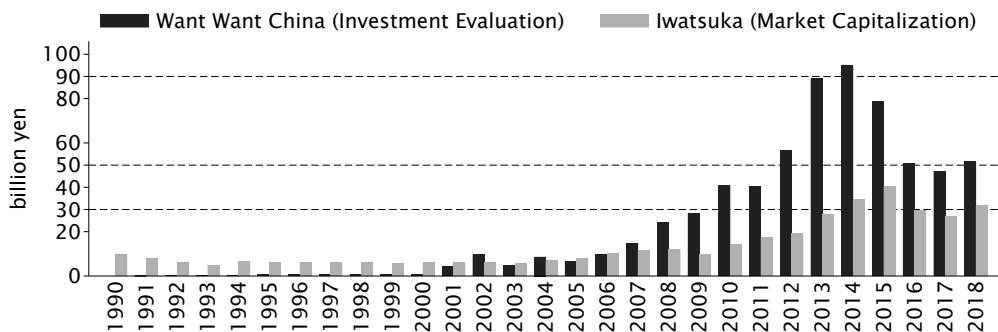


図 13. 中国旺旺（Want Want China）への投資評価（時価）と岩塚製菓の株式時価総額

資であった。

3.3. 旺旺集團有限公司から中國旺旺控股有限公司への再編

WWHL は 2007 年 9 月にシンガポール証券取引所への上場を廃止し、2008 年 3 月に「中國旺旺控股有限公司（Want Want China Holdings Ltd.）」（一般に中国旺旺 HD と書かれることが多いのだが、以下、WWC と書く）として香港証券取引所に上場することになる。図 10 は WWHL から WWC への再編を示している。Company は WWC（Want Want China Holdings Ltd.）を示している。HKHL（Hot-Kid Holdings Ltd.）は蔡衍明が所有する投資会社、ICCL は岩塚製菓である。WWHL をコア事業と非コア事業に分離し、コア事業を WWC として上場し、非コア事業を非上場の神旺控股有限公司（San Want Holdings Ltd.）に集約している。そして、図 11 のように San Want の株式を WWHL の所有比率に応じて株式配当（dividend in specie）として分配している。岩塚製菓（ICCL）は San Want 株の 5.01% を得ている。岩塚製菓は

WWHL グループが当社にとって極めて重要な事業パートナーであることに鑑み、保有株式の売却を実施せず、継続的に保有することが当社の永続的な利益にかなうものと確信いたしております。また、当社が保有する

WWHL 株式については、1995 年の取得以降一切売却を行っておらず、当社は当該株式を純投資目的の株式とは異なるものとして認識しております。

と述べ、引き続き WWC 株を保有することになる。⁽²¹⁾ 岩塚製菓は WWHL の約 5% を保有していて、WWC についても同じ保有比率を維持している。⁽²²⁾ なお、この再編後、蔡衍明は WWC 株の約 50.9% を、San Want 株の約 66.8% を保有することになっていた。

図 12 は香港証券取引所に上場した後の WWC の株価推移を示している。台湾の SinoPac 証券株式会社（永豊金證券）が“a clearer corporate structure and business focus”と書いているように、WWHL から WWC への再編は株式市場に好感された。⁽²³⁾ 3 香港ドルであった株価は 2013 年にはその 4 倍、12 香港ドルに上昇している。

3.4. 上場企業として異常な状態へ

図 13 は岩塚製菓が保有する WWC（2007 年以前は WWHL）の評価額と岩塚製菓の時価総額を示している。すでに述べたように、2002 年 3 月期には岩塚製菓が保有する WWHL の評価額が岩塚製菓の時価総額を上回っている。WWC として香港証券取引所に上場してからの株価急騰は岩塚製菓が保有する WWC の評価額を増大させた。WWC の評価額は、2008 年 3 月期に約 241 億円であったものが 2014 年 3 月期には約 947 億円になっている。これが「岩塚製菓の持つ（WWC）株の時価は 900 億円で、同社（岩塚製菓）の株式時価総額のおよそ 3 倍」という現状である。

なぜ、このような現状になるのか。もし岩塚製菓が現金を 900 億円、保有しているならば、時価総額は 900 億円だけ増加する。しかし、株式を 900 億円、保有しているときにはそうはならない。いま、図 1 に照らして、岩塚製菓が WWC 株を保有していないときの株式時価総額を 50 億円と想定すると、保有する時価 900 億円の WWC 株は、岩塚製菓の株式時価総額への上乗せ分、すなわち 300 億円から 50 億円を差し引いた 250 億円と評価されていることになる。このように低く評価される理由は、岩塚製菓の株式を売買する投資家から見て、WWC 株はリスクが高く、その分だけディスカウントされるということである。この場合のディスカウント率は 72.2% になるのだが、同じ想定を用いて 2008 年からのディスカウント率を計算すると、その平均は約 75% になる。WWC 株は一貫してディスカウント評価されている。実際には、繰延税金負債が計上され、WWC の評価額のうち純資産の部に計上されるのは 60% ほどである。そう考えると、岩塚製菓の時価総額に反映する WWC の評価は 900 億円ではなく 540 億円となる。それでも上乗せ分 250 億円の 2 倍を超える金額であり、WWC 株はディスカウント評価されていることになる。

ある公認会計士が岩塚製菓について「ここまで提携先の受取配当金が業績の重要項目になっている会社を、私は見た記憶がない」と述べ、つぎのように問いかけている。⁽²⁴⁾

(21) http://www.iwatsukaseika.co.jp/pdf/kaiji/20070813_01_01.pdf

(22) http://www.iwatsukaseika.co.jp/pdf/kaiji/20090217_01_jikokabusikisyobunnoosirase.pdf

(23) <http://www.sinopacasia.com/en/marketInformation/researchFile/WantWant-26-06-09.pdf>

(24) <http://president.jp/articles/-/12972>

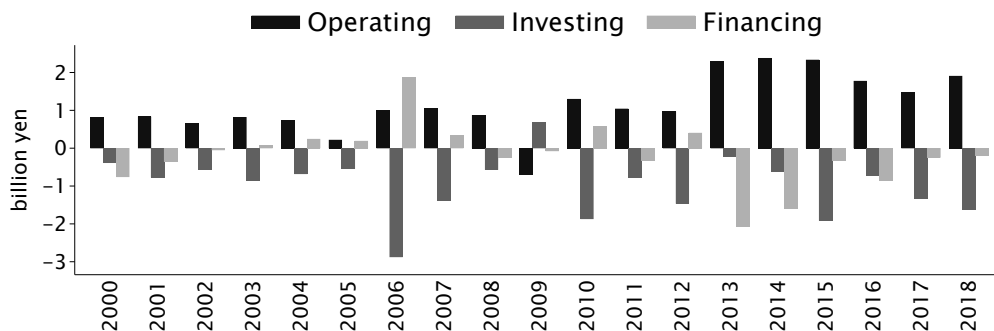


図 14. キャッシュ・フロー

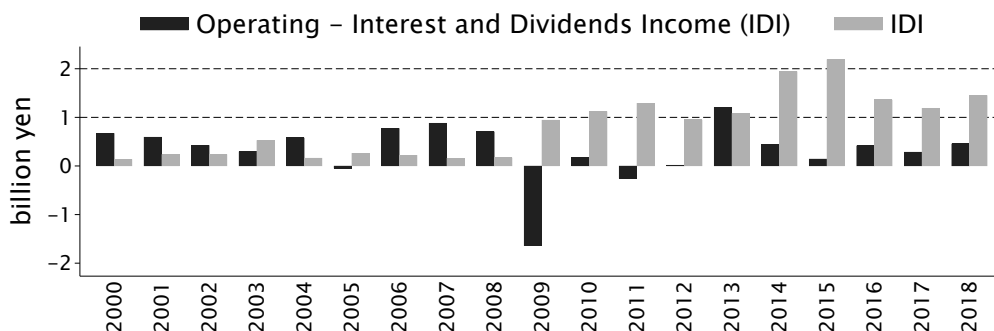


図 15. 利息及び配当金の受取額と営業活動によるキャッシュ・フローへの影響

興味深いのは持ち株比率は 5 %程度という点だ。⁽²⁵⁾ 持ち株比率が 20 %に達しない場合は関連会社にはならず、旺旺 HD は岩塚製菓のグループ企業とは見なされない。関連会社でないにもかかわらず、総資産の 85.8 %を占めているというのは、会計の面でも経営の面でも、歪な構造といわざるをえないだろう。旺旺 HD が巨大企業に成長できたのも、原材料の選択から生産設備の管理まで責任を負い、その品質が中国国内の市場で認められたから。つまり欠くことのできないパートナーであり、これまで持ち分を増やすチャンスはなかったのか。

「持ち分を増やすチャンス」は 1996 年に WWHL がシンガポール株式市場に株式を上場するときであったと思う。『日本経済新聞』（1996 年 5 月 22 日付、朝刊、新潟経済）が「岩塚製菓は WWHL の約 6% の出資に踏み切っている」と書いているのだが、6% にしようと決めて出資したのではなく、その時点までに岩塚製菓が宜蘭食品に投資した金額がたまたま約 6% であった。

岩塚製菓にとっての 1990 年代の前半は、図 3 や図 4 が示すように、国内における成長過程にあった。WWHL への出資比率を高める前に、まずは足もとを固める選択を優先していたのではないかと考える。『日本経済新聞』（1995 年 5 月 11 日付、朝刊、新潟経済）は、岩塚製菓を主語にして台湾・中国での事業を再編するように書かれているが、実際は、宜蘭食品が株式公開する財務政策にしたがっただけで、そう

(25) 内藤証券の外国証券内容説明書（2014 年 8 月 15 日付）によると、WWC の発行済み株式数は 132 億 2,373 万 9,000 株で、2014 年 3 月期に岩塚製菓が保有する 6 億 1,643 万 4,480 株は 4.66% にあたる。なお、一部、売却前の 6 億 4,496 万 5,480 株は 4.88% にあたる。

せざるを得なかった。それは『日経金融新聞』（1996年5月81日付）が書いているように「本拠地の事業をまるごとシンガポールの持ち株会社に移して上場するのは極めて異例」な出来事であったからである。郷芳夫（岩塚製菓）は「仮に岩塚が中国へ単独で乗り込んでも商売のやり方が違っていて、うまくいく可能性は低かっただろう。旺旺に指導することで、岩塚の技術で作られた米菓が世界に広がった」と振り返っている。⁽²⁶⁾

岩塚製菓株は2014年1月にそれまでの上場来高値の5,940円を記録した。しかし、それでも解散価値を大きく下回っていることから、槇春夫は「株価はまだ低い」と不満を漏らしている。⁽²⁷⁾ 社長としてはそう言わざるを得ないのだが、なぜ解散価値を大きく下回っているのかについて、真剣に検討しなければいけない時期が来ていると思う。図9に示したように、WWCの評価により株式時価総額は増加したものの、MBレシオは依然として0.5前後のままである。ここ10年以上、株式市場は岩塚製菓の成長性をまったく評価していない。

4. 財務政策

4.1. 営業活動によるキャッシュ・フロー

岩塚製菓がWWC株を保有することの影響はキャッシュ・フローに大きく現れている。ここでは営業活動によるキャッシュ・フローに注目し、そこに含まれる利息及び配当金の受取を除いて、その影響をみることにしよう。図14にキャッシュ・フローを、図15には利息及び配当金の受取（Interest and Dividends Income (IDI)）と、営業活動によるキャッシュ・フローから利息及び配当金の受取を差し引いた金額の推移（Operating – IDI）を示している。なお、利息及び配当金の受取の大部分がWWCからの配当金である。

図14から、営業活動によるキャッシュ・フロー（Operating）は2013年から大幅に増加していることが見て取れる。ところが、図15を見ると、2009年以降、WWCからの配当金を除いてしまうと、2013年を例外として、営業活動によるキャッシュ・フローは非常に乏しい状況であることがわかる。2010年から2012年までの3年間は、本業からのキャッシュ・フローは、ほとんどないに等しかった。図14で投資活動によるキャッシュ・フロー（Investing）を見ると、2010年以降、キャッシュ・アウトフローが発生しているが、これらの資金調達の主としてWWCからの配当金に依存していたことになる。

2009年は、図4に示したように営業赤字で、利益とキャッシュの両方が必要であった。そこで、岩塚製菓はWWC株の一部を売却している。岩塚製菓は、2008年3月期にWWC株を6億4,496万5,480株、保有していたが、2009年3月期には6億1,643万4,480株と、2,853万1,000株だけ減少している。一方で、2008年4月から2009年3月までの間に、有価証券売却額が12億1,754万4000円、有価証券売却益が11億7,976万6000円が計上されていることから、WWC株が売却されたと考える。1株当たりの売却額は42.67円で、当時の1香港ドルを13円と想定すると、1株当たりの売却額は3.28香港ドルに

⁽²⁶⁾ 『新潟日報』（2008年1月8日、朝刊）。

⁽²⁷⁾ 『日本経済新聞』（2014年3月19日付、朝刊）。

なる。図 10 において 2008 年 4 月から 2009 年 3 月までの間を見ると、だいたい 3 香港ドル前後であるから、1 株当たりの売却額 3.28 香港ドルは妥当な数字である。岩塚製菓は 2009 年 3 月期、WWC 株の売却により約 12 億円の利益とキャッシュを手に入れた。⁽²⁸⁾

2002 年 7 月、岩塚製菓は WWHL と合併で中国・遼寧省に「瀋陽岩旺米粉製造公司」(Shenyang Yanwant Rice Flour Manufacturing Co.,Ltd.) を設立している。資本金は 330 万ドルで、岩塚製菓が 90%、WWHL が 10% を出資している。2003 年 3 月期の有価証券報告書によると、岩塚製菓の出資額が 3 億 5,709 万 3,000 円である。その「瀋陽岩旺米粉製造公司」は、2011 年 12 月に、岩塚製菓が 90% の株式を WWHL に譲渡し、閉鎖されている。この閉鎖は、新聞報道されることはなく、有価証券報告書の【沿革】に記載されているだけである。2012 年 3 月期には「瀋陽岩旺米粉製造公司」は持分法適用会社から除外されているのだが、一方で、投資有価証券に San Want 株が 5,871 万 8,948 株、14 億 1,766 万 1,000 円が計上されている。これらは無関係ではないと考える。図 11 に示したように岩塚製菓 (ICCL) は 2008 年 3 月期に San Want 株を割り当てられていた。ところが、有価証券報告書にはその記載が見当たらず、2012 年 3 月期に初めて登場している。どのような取引であったのかはわからないのだが、岩塚製菓が保有していた「瀋陽岩旺米粉製造公司」の 90% の持分譲渡にともない、San Want 株を投資有価証券として計上しなければいけなくなったのではないかと考える。なお、2011 年 4 月から 2012 年 3 月までのキャッシュ・フロー計算書には、関係会社株式売却益として 4,785 万 6,000 円が計上されているだけで、取引に該当するような数字は見当たらない。岩塚製菓は WWC 株のほかに、San Want 株にも 14 億 1,766 万 1,000 円投資している。

岩塚製菓は 1995 年に台湾・中国事業からの果実を配当や株式の値上がりで受け取る選択をしたといえる。業務提携から合併会社へ、そして資本参加までの岩塚製菓をハンズオン型のベンチャー・キャピタルと見るならば大成功を収めたことになる。しかし、ここで留意しておかなければいけないことは、WWC は 1995 年以降、米菓企業から多角的な食品・飲料 (food and beverage) 企業に変容していることである。2018 年度のアニュアル・レポートによると、WWC の売上高比率は、Rice Crackers (米菓) が 27.0%、Dairy Products & Beverages (乳品及飲料) が 47.6%、Snack Foods (体間食品) が 25.1% である。⁽²⁹⁾ いずれのセグメントも売上総利益 (Gross Profit Margin) は 40% 前後である。WWC の成長は、初期には岩塚製菓が技術指導した米菓が基礎になっていたことは確かだが、その後は多角化による乳品及飲料や体間食品が牽引している。⁽³⁰⁾ 岩塚製菓が受け取る配当金の過半は乳品及飲料や体間食品の事業からのものである。

旺旺グループ (WWC と San Want) は事業規模および事業領域の拡大方針を掲げ、海外企業との提携

⁽²⁸⁾ ちなみに、売却額と売却益の差、3,777 万 8,000 円が取得価額になる。ここから

$$\frac{3,777 \text{ 万 } 8,000 \text{ 円}}{2,853 \text{ 万 } 1,000 \text{ 株}} \times 6 \text{ 億 } 4,496 \text{ 万 } 5,480 \text{ 株} = 8 \text{ 億 } 5,400 \text{ 万 } 1,118 \text{ 円}$$

と計算することにより、岩塚製菓が保有する WWC 株の取得原価が求められる。

⁽²⁹⁾ <http://www.want-want.com/upload/Investor/20180622061500en82.pdf>

⁽³⁰⁾ WWC の本社ビルのロビーには横計作の胸像が「旺旺の父」として飾られている。

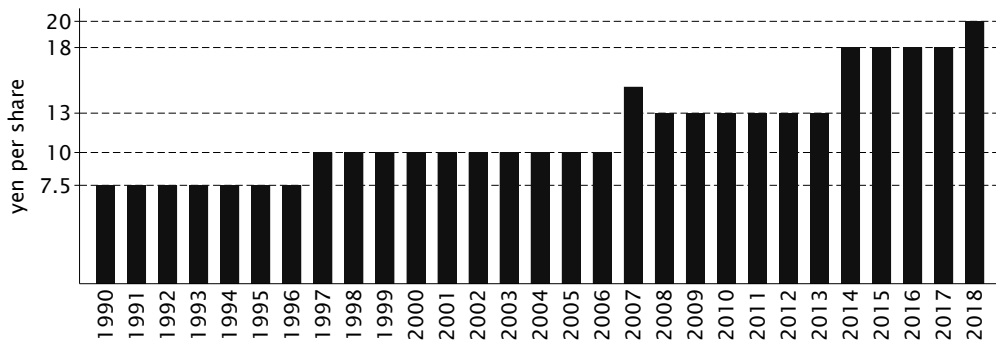


図 16. 1 株当たり配当金

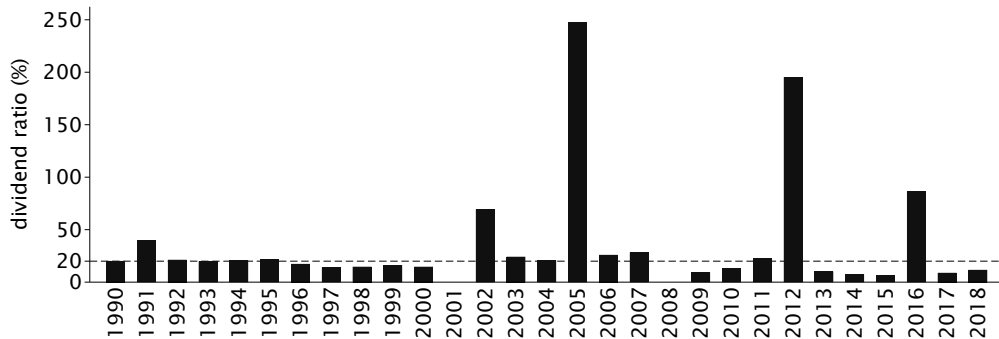


図 17. 配当性向 (1 株当たり配当額 ÷ 1 株当たり当期純利益 × 100)

2001 年と 2008 年の 0% は当期純損失 (配当性向を計算できない) を意味している。

強化を進めている。⁽³¹⁾ 日本企業との主な提携はつぎのようである。2010 年 11 月, San Want 傘下の栄旺控股有限公司は, わらべや日洋, セブンイレブン・ジャパンと共同出資で北京旺洋食品有限公司を設立し, 米飯や調理パン, 惣菜などを生産し, 北京地区のセブンイレブンや宅配に提供する契約を結んでいる。⁽³²⁾ 2011 年 7 月, 丸紅は旺旺グループと食品加工業及び関連事業において戦略的提携関係を構築することで合意している。⁽³³⁾ 2011 年 8 月, なとりは丸紅と香港旺旺控股有限公司 (Want Want (HK) Holdings Ltd.) との 3 社で合弁会社を設立し, 中国においておつまみ食品を製造販売することを発表している。⁽³⁴⁾ 2011 年 11 月, WWC 傘下の南京大旺食品公司是森永乳業から冷蔵食品の生産技術ライセンスを取得している。⁽³⁵⁾ 2015 年 4 月, 名糖産業は香港旺旺控股有限公司と合弁会社を設立し, 中国においてケーキ類を製造販売する計画を発表している。⁽³⁶⁾ これらの中国進出事業の成功は岩塚製菓への配当金を増やすことに

⁽³¹⁾ 2003 年 7 月, 岩塚製菓と WWHL は東京都台東区に合弁会社, 旺旺・ジャパン株式会社を設立している。資本金は 1 億円で, 出資比率は岩塚製菓が 40%, WWHL が 60%, 社長には岩塚製菓の小林明憲が就任している。主として 100 円ショップやコンビニエンス・ストアで輸入品を販売している。

⁽³²⁾ <http://ke.kabupro.jp/tsp/20101129/140120101129076533.pdf>

⁽³³⁾ https://www.marubeni.com/jp/dbps_data/news/2011/110704a.html

⁽³⁴⁾ <http://www.natori.co.jp/kaisha/ir/pdf/64/2011.08.05gouben.pdf>

⁽³⁵⁾ http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD020MI_S1A101C1TJ2000/

⁽³⁶⁾ http://www.meito-sangyo.co.jp/content/wp-content/uploads/post/1362/150401_release.pdf

表 1

1994 年 3 月期以降の配当政策

有価証券報告書の記載を再掲している。

1994 年 3 月期から 1995 年 3 月期まで	業績に裏付けられた成果の配分を安定的に維持することを基本方針としております。
1996 年 3 月期	業績に裏付けられた成果の配当性向にも十分に考慮しつつ従前と同様に 1 株当たり 7 円 50 銭の配当を行うことを決定いたしました。
1997 年 3 月期から 2000 年 3 月期まで	業績に裏付けられた成果の配分を安定的に維持することを基本方針としております。
2001 年 3 月期から 2006 年 3 月期まで	株主配当につきましては、これを安定的に実施することを基本方針としております。
2007 年 3 月期から 2018 年 3 月期まで	業績に裏付けられた成果の配分を基本方針としております。当社は中間配当と期末配当の年 2 回の剰余金の配当を行うことを基本方針としております。

なる。

4.2. 配当金

図 16 に 1 株当たりの配当金を、図 17 に配当性向（1 株当たり配当額 ÷ 1 株当たり当期純利益 × 100）を示している。図 16 における 2007 年の配当金は 10 円の普通配当に 5 円の創業 60 周年記念配当が、2018 年の配当金は 18 円の普通配当に 2 円の創業 70 周年記念配当が加わっている。図 17 における 2001 年と 2008 年の 0% は当期純損失（配当性向を計算できない）を意味している。

1994 年 3 月期以降の有価証券報告書に書かれている配当政策は表 1 のように変遷している。1994 年 3 月期から 2006 年 3 月期までの考え方は 1 株当たりの配当金を安定させるということである。1996 年 3 月期に「配当性向にも十分に考慮する」と書かれ、図 17 に示すように低すぎる配当性向は望ましくないとの経営判断から、1997 年 3 月期から 1 株当たりの配当金を 10 円に引き上げている。これが「安定の中の変化」ということであろう。

「業績に裏付けられた成果」という文言は、1994 年 3 月期から 2000 年 3 月期までの間、用いられ続けている。しかし、2001 年 3 月期から 2006 年 3 月期までの間は削除され、再び、2007 年 3 月期から用いられている。この変化について考えてみよう。

「業績」という言葉を「本業 = 営業利益」と解釈するとき、経常利益に含まれる WWHL からの配当金をどのように取り扱うのかを思案したのではないかと思う。つまり、岩塚製菓にとって WWHL からの配当金は「業績に裏付けられた成果」なのかどうかということである。そこで 2001 年 3 月期から「とにかく、1 株当たりの配当金を安定する」という文言に変えたのだろう。1997 年 3 月期から 2007 年 3 月期までの間、1 株当たりの普通配当は 10 円に「安定」している。

2007 年 3 月期から「安定的に」という文言が削除され、「業績に裏付けられた成果」という文言が復活

している。一つの理由は、2007年3月期の1株当たり配当金は、10円の普通配当に5円の創業60周年記念配当が加わって15円になっているだけで、2008年3月期からも15円とは限りませんよ、というお断りだろう。いま一つの理由は、WWCからの配当金が増加することを内部情報として得ていて、どのように対処しようかと思案したからではないかと考える。図4に示したように、2008年3月期から営業利益や営業活動からのキャッシュ・フローが低下し始め、1株当たりの配当金を安定させるためには、WWCからの配当金に依存せざるを得なくなる。「業績」の範囲を営業利益から経常利益に拡大するならば、1株当たりの配当金を増加させることができる。⁽³⁷⁾

2008年3月期は最終赤字であったのだが、普通配当を10円に据え置くことはできずに、何の説明もなく「当期の配当につきましては、1株当たり13円の普通配当を実施することを決定」している。そして、2014年3月期は、13円の普通配当では配当性向が低くなりすぎるためだと推測するのだが、何の説明もなく18円に引き上げている。1株当たりの配当金は一度、引き上げると、引き下げることは難しく、慎重な判断が求められる。これらの財務行動が「業績に裏付けられた成果を配分する」配当政策なのかどうか、検討しなければいけない時を迎えている。

既存株主を引き止めるためには、配当金を増加する買収防衛策が考えられる。極端を言うならば、WWCからの配当金をすべて株主配当するという案があるだろう。⁽³⁸⁾ 2014年3月期に1株当たり配当金を13円から18円に増やしている。それ以上に増やさない理由は営業活動からのキャッシュ・フローの少なさにあるのだろう。本業が不振であるほどWWCからの配当金を当てにすることになるからだ。しかし、図7に示したように株主資本比率は十分に高く、図8に示したように負債による資金調達には余力がある。1株当たり配当金を大幅に増やすことの株価へのプラスの影響は、株主資本比率の低下の（借金を抱えることの）マイナスの影響を上回ると考える。仁科（1995）が説く負債の高度利用もまた考慮に値する選択肢だろう。

岩塚製菓の株価がWWCの株価や配当金に左右される状態は、株式市場が岩塚製菓の本業を評価するという本来の役割を果たさない状態である。その悪影響はすでに顕在している。2018年6月4日、岡三にいがた証券は岩塚製菓のレーティングを「中立」と発表している。2019年3月期は、WWCからの配当収入（会社の見込みでは約12億円）によって最終増益（EPS）は約200円で、PERを25倍とすると、理論株価は約5,000円となり、それは足もとの株価水準と同じであるという評価である。標準的なファンダメンタルズ分析に基づいた評価なのだが、WWCからの配当収入を予想することはWWCをレーティン

⁽³⁷⁾ 熊野（2014）は、日本企業について、リーマン・ショック以降、連結対象のグループ企業の総資産は急速拡大し、その結果、海外から稼ぐ収益が配当総額の増加を安定させる効果をもたらしたと報告している。グローバル化という視点からは、2009年度から2014年度までの6年間は「失われた6年間」ではなかったことになる。また、マクロ経済からは、国際収支における所得収支が増加し、貿易赤字に転落しても経常黒字を維持できている要因でもあり、そのことは日本国債の国内消化に寄与していることでもある。

⁽³⁸⁾ 『日本経済新聞』（2014年5月17日付、朝刊）は、金属加工機械大手のアマダが利益をすべて株主に配分する方針を衝撃的な資本政策として伝えている。アマダは実質無借金で、キャッシュ・リッチで、資本効率を高めるためにパイアウト政策を転換したという。また、『日本経済新聞』（2014年9月10日付、朝刊）は、総配分性向＝（配当＋自社株買い）÷純利益×100について、日本の現状は30%台で、それを米国並みの80%に高めることが望ましいという調査結果を紹介している。

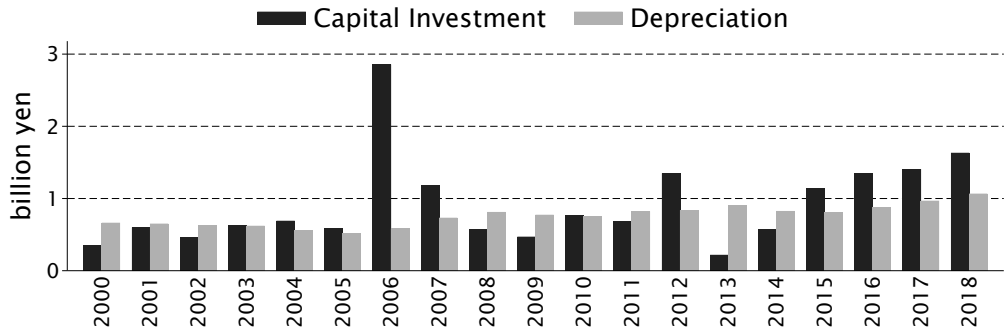


図 18. 設備投資 (Capital Investment) と減価償却 (Depreciation)

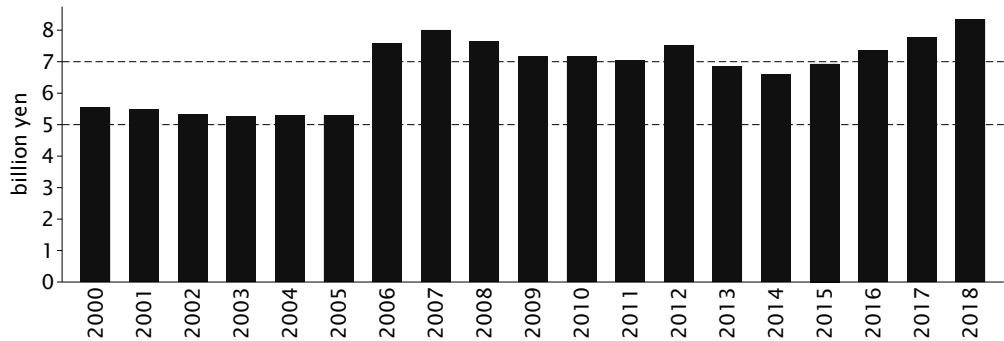


図 19. 有形固定資産

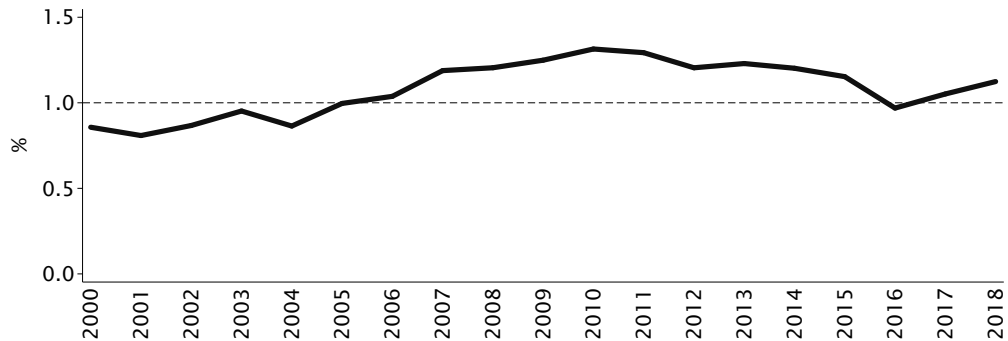


図 20. 売上高研究開発比率 (研究開発強度)

グすることになるため、会社の見込みを使わざるを得ない。岩塚製菓のレーティングは、本業についての綿密な予想よりも、WWC からの配当収入に大きく依存している。

4.3. 設備投資

ここでは、最も重要な財務政策である設備投資について検討する。2005 年 3 月期の有価証券報告書から「内部留保資金につきましては、企業体質の強化と今後の経営環境の変化等を勘案し、製造・販売・開発の業務拡大に備え、有効投資してまいりたいと考えております」という記載が配当政策に加わった。それまで、内部留保についての記載はなかった。その記載は、2008 年 3 月期に「内部留保資金につきましては

は、安定的な企業の成長を図るため、設備投資、研究開発、企業体質・財務体質の強化に充当し、継続的な事業の拡大と収益の向上を通じて株主の期待に応えるべく、努めてまいります」と具体的に加筆され、現在まで続いている。図 18 に設備投資と減価償却を、図 19 に有形固定資産を、図 20 に売上高研究開発投資比率（研究開発強度）を示している。

図 18 を見ると、2006 年と 2007 年、2012 年、2015 年以降に、営業活動によるキャッシュ・フローの減価償却費を上回る設備投資を実施している。そして、それらの設備投資が有形固定資産に与える影響を図 19 に見ることができる。2006 年の設備投資は有形固定資産を約 50 億円から 70 億円超にまで増加させている。2012 年の設備投資は有形固定資産に与える影響は小さく、2015 年以降の設備投資は有形固定資産を 70 億円から 80 億円近くにまで増加させている。

2006 年の設備投資は、飯塚工場（新潟県長岡市（旧越路町））の増設と、研究開発とマーケティングの機能を集約する「R&D・M センター」の新設（飯塚工場の敷地内）である。⁽³⁹⁾ 2005 年 3 月期の有価証券報告書に資金調達方法は借入金と書かれていて、その通りに、図 8 や図 14 において長期借入金の導入が確認できる。また、この長期借入金が財務体質を弱体化させていないことは図 7 の中から見て取れる負債比率から確認できる。

しかし、2006 年の設備投資は事業の拡大と収益の向上には結びついていない。図 3 から売上高は微増に留まり、図 4 から必ずしも利益に貢献しているとはいえない。図 1 から株式時価総額が増加していること、図 9 から MB レシオが上昇していることが観察でき、株式市場は好感しているように見えるものの、図 13 から、それらは WWC 株の評価が反映しているだけではないかと考える。

2015 年以降の設備投資について、『日本経済新聞』（2018 年 6 月 27 日付、朝刊、新潟経済）は、岩塚製菓が人手不足による人件費の増加や原材料の価格上昇に対応するために、主力製品の製造ラインに外装や段ボール詰めを自動化する装置を導入し、生産性向上を急いでいると報じている。有価証券報告書には、その資金調達方法は自己資金及び借入金と書かれているが、図 8 を見ると、設備投資に対応する長期借入金はまったくない。設備投資は自己資金により賄われていることになるのだが、図 15 を見ると、2015 年以降のキャッシュ・インフローは主として WWC 株式からの配当金である。つまり、岩塚製菓は WWC からの不安定な配当金を設備投資に充てていることになる。

2006 年の設備投資により、研究開発とマーケティングの機能を集約する「R&D・M センター」が新設された。図 20 を見ると、売上高研究開発費比率（研究開発強度）が高まっていることが確認できる。効率的な研究開発の遂行により、売上高研究開発費比率の上昇が抑えられることが望ましいのだが、研究開発費を固定し、売上高の増加により売上高研究開発費比率が低下している恐れもある。

⁽³⁹⁾ 岩塚製菓は数年前から生産設備の拡大に着手していた。2002 年 2 月、岡山県津山市に西日本向けの生産拠点を設置した。生産当日に出荷し、三日以内に店頭に並べるために消費地に近い場所を選んだ。海外に生産移管した電子部品メーカーの工場の一部を賃借し、パート従業員だけが勤務していた。しかし、この岡山工場は 2006 年 3 月に閉鎖されている。理由は西日本向けの売上高が伸び悩み、半減したからである。

5. 経営体制

5.1. 執行役員制度

岩塚製菓は、2014 年 5 月 19 日に開催した取締役会において、つぎのような二つの目的をもって執行役員制度を導入した。

- ① 執行役員に一定の権限を委譲し、業務執行上の意思決定の迅速化及び業務執行の効率化を図る。
- ② 当社の更なる成長に向け、人格・識見ともに優れている人材を経営幹部に登用することで、経営者の育成を図る。

そして、2014 年 6 月 26 日付で、小林晴仁（製造副本部長兼購買部長）と浅川慎一（東日本営業部長）の 2 人を執行役員に選任することを決めた。2015 年 3 月 10 日には 4 人の執行役員を追加で選任し、2015 年 6 月 25 日からはつぎのような 6 人の執行役員体制を敷いた。

小林晴仁	購買部長	下田篤志	製造企画部長
浅川慎一	商品企画部長	高橋宏明	営業企画部長
中野剛	第一製造部長	藤田英之	西日本営業部長

2018 年 3 月 31 日現在の執行役員はつぎのような 7 人である。

浅川慎一	生産管理部長	藤田英之	西日本営業部長
中野剛	品質保証部長兼お客様相談室長	大川利夫	技術部長
下田篤志	商品企画部長	山家晃	内部監査室長
高橋宏明	営業企画部長		

小林晴仁は 2015 年 6 月に取締役に就任し、執行役員から外れたものの、職名は購買部長のままである。その後、大川利夫（技術部長）と山家晃（内部監査室長）が任命されている。⁽⁴⁰⁾

岩塚製菓が執行役員制度を導入する目的として掲げた 2 項目はほとんどの会社が掲げている。①も②も最終的には経営パフォーマンスに反映することになるのだが、それら 2 項目はどのように運用されるのだろうか。①は業務執行を中心に据えていることから、たとえば〇〇部長や□□部長のポストは執行役員に位置付けるという対応になるだろう。一方、②は経営者人材の育成を中心に据えていることから、ポストとは関係なく特定人物を執行役員に選任する対応になるだろう。岩塚製菓のケースでは、東日本営業部長として執行役員に選任された浅川慎一は、執行役員として商品企画部長に異動している。東日本営業部長が執行役員として相応しいポストならば、後任の東日本営業部長もまた執行役員に選任されることになるのだが、そうはなっていない。⁽⁴¹⁾ ということは、浅川慎一が執行役員に選任されたのは②が主たる理由と

⁽⁴⁰⁾ 大川利夫は 2016 年 1 月 21 日付けで技術部長のまま、山家晃は 2016 年 4 月 1 日付けで株式会社新潟味のれん本舗代表取締役社長から、執行役員に就いている。

⁽⁴¹⁾ 2018 年 9 月 21 日付けで、藤田英之は執行役員（西日本営業部長）から執行役員（広域流通部長）に異動になっている。西日本営業部長には、関西支店長の川井達也が就いているが、執行役員ではない。広域流通部長は、常務取締役の星野忠彦が担当していた役職である。

表 2

2018 年 3 月期の大株主の株式所有比率

有価証券報告書の【大株主の状況】を再掲している。

氏名又は名称	住所	所有株式数 (千株)	発行済株式（自己 株式を除く。）の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
岩塚製菓共栄会	新潟県長岡市浦9750番地	304	5.41
株式会社北越銀行	新潟県長岡市大手通 2 丁目 2 番地14	280	4.98
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	ONE LINCOLN STREET, BOSTON MA USA 02111 (東京都中央区日本橋 3 丁目11-1)	250	4.45
株式会社第四銀行	新潟県新潟市中央区東堀前通 7 番町1071番地 1	250	4.44
平石 毅一	新潟県長岡市	244	4.34
CGML PB CLIENT ACCOUNT/COLLATERAL (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	CITIGROUP CENTRE, CANADA SQUARE, CANARY WHARF, LONDON E14 5LB (東京都新宿区新宿 6 丁目27番30号)	225	4.01
横 政男	新潟県長岡市	202	3.59
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	東京都中央区晴海 1 丁目8-11	181	3.22
横 キク	新潟県長岡市	162	2.89
UBS AG SINGAPORE (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	AESCHENVORSTADT 1, CH-4002 BASEL SWITZERLAND (東京都新宿区新宿 6 丁目27番30号)	150	2.67
計	—	2,250	40.00

なる。このような対応を続けるとき、①の目的が達成できるとは思われない。

研究者が取り組んでいる執行役員制度の効果分析は、執行役員制度の導入が企業環境の変化に対する適切な意思決定や経営パフォーマンスの向上に寄与したかを検証している。吉村（2011）は、執行役員制度の効果について疑問視する研究報告が多く、執行役員制度は「失効」役員制度となってしまったと揶揄している。

5.2. MBO による非公開化

第 3.4 節で取り上げた公認会計士は「旺旺 HD から「無配当にします」といわれたらどうするのか」とも問いかけている。しかし、当面の懸念は「岩塚製菓の持つ（WWC）株の時価は 900 億円で、同社（岩塚製菓）の株式時価総額のおよそ 3 倍」という異常な状態にあると考える。このことの危うさは、すでに 2008 年には指摘されている。⁽⁴²⁾ そこでは「こんな換金しやすい大きな資産を持っているのだ。乗っ取られる危険性が飛躍的に増した。一刻も早くメインバンクと相談し、MBO をして上場廃止にすることを勧め

⁽⁴²⁾ <http://qzmp.seesaa.net/article/91340157.html>

める」と書かれている。そして、4年後の2012年に再び

大きな含み益を持ったまま4年連続営業赤字で、旺旺からの年間6億円を超える配当収入によってどうにか黒字になっている岩塚製菓は、上場企業としてとてもアンバランスだということだ。株式を発行して設備投資をするなどの上場メリットを活かす機会もない。旺旺株式という換金しやすい巨額の資産を格安で買取できる状態が放置されたままである。4年前のエントリと結論は全く変わらないので、そのままコピペして済ますことにする。「一刻も早くメインバンクと相談し、MBOをして上場廃止にすることを勧める」

と書かれている。⁽⁴³⁾ 岩塚製菓は大規模買付行為への対応方針（買収防衛策）として、全ての株主に対する新株予約権の無償割当てを導入している。⁽⁴⁴⁾ そんなこともあり、

岩塚と旺旺グループの関係から言って、この出資金をすぐに売却処分するということはないのだろうが、投資の観点から見て安定した配当収入と莫大な投資資産はやはり魅力的である。岩塚製菓への投資は実質的に旺旺グループへの間接投資であり、岩塚を経由して長期にわたり旺旺グループの成長を享受できると考える事もできる。長期的視点で岩塚製菓への投資は面白いかもしれない。

という楽観的な見方もある。⁽⁴⁵⁾

岩塚製菓は、「旺旺グループの関係から言って、この出資金（WWC株）をすぐに売却処分するということはない」と考えると、「会計の面でも経営の面でも、歪な構造」であり、「上場企業としてとてもアンバランス」という現状にある。図11に示したように、岩塚製菓はSan Want株を5,871万8,948株（14億1,766万1,000円）保有している。もし、San Wantが上場することになれば、現状はさらに深刻になる可能性がある。⁽⁴⁶⁾

Brau and Fawcett（2006）は、株式を公開することは買収したり買収されたりするときの通貨としての株式を発行しているという解釈を示している。⁽⁴⁷⁾ この先、敵対的な買収リスクが高まる恐れがある。岩塚製菓にはすでに十分な知名度と信用度があるだろう。笹山・松村・三上（2011）は、経営者がMBOを考える理由の一つとして、上場維持の負担感をあげている。岩塚製菓が非上場企業であるならば異常な状態ではなくなると思うと、MBOによる非公開化は考慮に値する選択肢だろう。

表2は2018年3月期の大株主の株式所有比率を示している。2009年2月17日、岩塚製菓は「第三者割当による自己株式の処分に関するお知らせ」を発表した。⁽⁴⁸⁾ その内容は、WWCグループのLeading Guide Corporationに普通株式15万株を1株につき1,597円で譲渡するというものであった。その株式

⁽⁴³⁾ <http://qzmp.seesaa.net/article/294181270.html>

⁽⁴⁴⁾ http://www.iwatsukaseika.co.jp/pdf/kaiji/20130520_baisyubouekisaku_koushin.pdf

⁽⁴⁵⁾ <http://miles123.blog60.fc2.com/blog-entry-487.html>

⁽⁴⁶⁾ 神旺酒店集団 (<http://www.sanwant.com/>).

⁽⁴⁷⁾ 新規株式公開（Initial Public Offering（IPO））の動機の一つが企業の合併・買収（Mergers and Acquisitions（M&A））にあるという仮説を検証している最近の実証分析としてはBrau, Couch, and Sutton（2012）やCelikyurt, Sevilir, and Shivdasani（2010）、De and Jindra（2012）、Hsieh, Lyandres, and Zhdanov（2011）、Hovakimian and Hutton（2010）などがある。

⁽⁴⁸⁾ http://www.iwatsukaseika.co.jp/pdf/kaiji/20090217_01_jikokabusikisyobunnoosirase.pdf

は第 10 位の「UBS AG SINGAPORE」に含まれている。

岩塚製菓は WWC に株式の保有を依頼し、承諾を受けた。「今回、LEADING GUIDE CORPORATION へ自己株式を処分することは、自己株式の処分による資金調達だけでなく、同社を含めた WWC グループとの株式の持ち合いにより資本関係の強化が図られる」としている。「株式の持ち合いによる資本関係の強化」という考えはいかにも日本企業らしいのだが、すでにふれたように、2008 年 4 月から 2009 年 3 月までの間は営業活動からのキャッシュ・フローが少なく、資金調達を迫られていた。当時、自己株式を 36 万 8,449 株、保有していて、できるだけ多くを処分したかったのではないかと思う。岩塚製菓は、2009 年 3 月 12 日、年度末ぎりぎりに、この自己株式の処分により約 2 億 4,000 万円を資金調達している。

第 3 位の「STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY」と第 6 位の「CGML PB CLIENT ACCOUN T/COLLATERAL」は 2013 年 3 月期の大株主には名前はない。これらの投資家が商いの薄い JASDAQ 市場で買いを入れ続けたと考えると、図 1 に示したここ数年の株価上昇に合点する。なお、最新の四季報によると、岩塚製菓の浮動株比率は 15% 前後である。

6. まとめ

この論文の目的は、新潟県長岡市に本社を置く岩塚製菓が 1990 年から 2018 年までの 29 年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにあつた。岩塚製菓の株式時価総額は、上場時、約 100 億円であつた。その後、バブル崩壊の影響を受け、1993 年には半分にまで減少し、それから 10 年間、低迷したままであつた。ところが、2003 年から増加し始め、2006 年には 100 億円を回復し、2009 年から勢いが増し、2012 年には約 200 億円、2014 年には 300 億円を超えた。一方で、岩塚製菓が資産として保有する中国旺旺控股有限公司の株式時価評価は 900 億円を超え、岩塚製菓の株式時価総額のおよそ 3 倍となった。岩塚製菓の株価が中国旺旺控股有限公司の株価や配当金に左右される状態は、株式市場が岩塚製菓の本業を評価するという本来の役割を果たしていないことになる。岩塚製菓は上場企業として異常な状態にある。これを解消する手段の一つは MBO による非公開化と考える。

参考文献

- 川嶋一郎, 2012, 「成長する中国の地方市場とその開拓」, 『知的資産創造』(野村総合研究所) 2012 年 10 月号, 8-19.
- 熊野英生, 2014, 「強い連結「失われた 6 年」ではなかった」, 『Economic Trends』(第一生命経済研究所経済調査部) 2014 年 8 月 27 日発表 (http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/kuma/pdf/k_1408h.pdf).
- 笹山幸嗣・松村祐土・三上二郎, 2011, 『MBO 経営陣による上場企業の戦略的非公開化』日本経済新聞出版社.
- 清水希容子, 2013, 「新潟県における米菓産業の産地形成とイノベーションー 食品研究センターとの産学協同を中心として」, 『産業学会研究年報』(産業学会) 第 28 号, 119-132.
- 辻中俊樹, 2006, 『日本のものづくりが中国を制す 旺旺集団と岩塚製菓が挑む「世界品質」への道』PHP 研究所.
- 仁科一彦, 1995, 『財務破壊 市場メカニズムの浸透と財務戦略』東洋経済新報社.
- 細野祐二, 2008, 『法廷会計学 VS 粉飾決算』日経 BP 社.

- 吉村典久, 2011, 「執行役員制度 – 執行役員制度にまつわる予言は的中したのか?」, 『日本労働研究雑誌』(労働政策研究・研修機構) No. 609, 62–65.
- Brau, James C., Robert B. Couch, and Ninon K. Sutton, 2012, The desire to acquire and IPO long-run underperformance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, 493–510.
- Brau, James C., and Stanley E. Fawcett, 2006, Initial public offerings: An analysis of theory and practice, *Journal of Finance* 61, 399–436.
- Celikyurt, Ugu, Merih Sevilir, and Anil Shivdasani, 2010, Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs, *Journal of Financial Economics* 96, 345–363.
- De, Soumendra, and Jan Jindra, 2012, Why newly listed firms become acquisition targets, *Journal of Banking and Finance* 36, 2616–2631.
- Hovakimian, Armen, and Irena Hutton, 2010, Merger-motivated IPOs, *Financial Management* 39, 1547–1573.
- Hsieh, Jim, Evgeny Lyandres, and Alexei Zhdanov, 2011, A theory of merger-driven IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, 1367–1405.